

食品饮料

证券研究报告/行业深度报告

2024年2月4日

评级：增持（维持）

分析师：晏诗雨

执业证书编号：S0740523070003

Email: yansy@zts.com.cn

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

Email: fanjs@zts.com.cn

分析师：熊欣慰

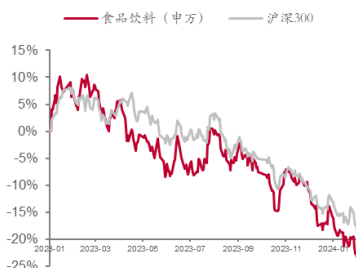
执业证书编号：S0740519080002

Email: xiongxw@zts.com.cn

### 基本状况

上市公司数	121
行业总市值(亿元)	46,736
行业流通市值(亿元)	19,458

### 行业-市场走势对比



### 相关报告

### 重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E		
立高食品	31.95	0.85	1.14	2.08	2.67	37.6	28.03	15.36	11.97	0.60	买入
千味央厨	37.50	1.03	1.50	2.08	2.75	36.5	25.00	18.03	13.64	0.64	买入
五芳斋	26.26	0.96	1.32	1.71	2.03	27.4	19.85	15.36	12.94	0.70	买入
盐津铺子	63.46	1.54	2.61	33.44	4.42	41.2	24.31	1.90	14.36	0.58	买入

备注 股价取自 2024 年 2 月 2 日收盘价

### 报告摘要

- 核心观点：**本文参考日本烘焙行业发展经验，主要研究了中国烘焙行业发展空间与催化以及面包糕点各细分赛道发展趋势。我们认为，中国烘焙行业长期逻辑顺畅，当下正迎来新的历史机遇，未来许多细分赛道都有望诞生龙头，看好强研发生产能力的冷冻烘焙企业、伴手礼赛道的老字号和强渠道力的预包装烘焙企业。
- 一、烘焙行业：对标日本，潜在空间达 4000-5000 亿元。**日本烘焙体系是欧式烘焙之外的第二大烘焙体系，深度影响整个东亚烘焙业，日本烘焙发展对我国具备较强借鉴意义。90 年代后，日本国民饮食结构发生深刻变化，面包消费赶超大米消费。而当下中国烘焙行业发展和过去的日本具备相似的催化，如小麦进口增加、社会进入老龄少子化和单身化、中产分化致消费追求变化等。我们将中国居民烘焙消费支出占比和日本、法国、德国进行对标，测算得到行业潜在空间达 4000-5000 亿元，相比 2023 年 2500 多亿的规模接近翻倍。
- 二、日本面包行业对中国的启示。渠道：饼房洗牌，零售渠道成主流。**日本烘焙门店除平价路线和增值菜单路线表现较好外数量呈下降趋势，而工厂面包则以量贩店和便利店为主要销售渠道。**产品：代餐需求大，包装化率有倍增空间。**随着年龄的增加，日本人食用面包的频率有增加趋势，而老年人对于面包更多是代餐需求。日本烘焙包装化率达 81%，远高于中国的 29%。**格局：渠道为王，集中度提升。**面包是品类创新+线下渠道的生意，新品牌需要依靠差异化的产品迅速起量，并在丰富产品线后进入线下渠道深耕，以此形成自身的壁垒。**工艺：冷冻面团由 B 端向 C 端渗透。**日本整体面包市场已趋于稳定，冷冻面团与冷冻面包还在持续增长。B 端冷冻面团应用较广，冷冻面包逐渐向 C 端渗透。
- 三、日本糕点行业对中国的启示。传统糕点：文化属性强，老字号伴手礼受追捧。**传统糕点历史内涵丰富，伴手礼属性较强。老牌点心店形成强品牌心智，具备一定影响力，同时也与时俱进，不断丰富品牌内涵。**西式糕点：品类品牌与渠道品牌共存。**西式糕点品类多门槛低，新产品新品牌层出不穷，产品之外的运营逻辑极为重要。渠道品牌以便利店品牌为主；品类品牌则通过“一品牌一产品”模式形成心智关联。**冷冻蛋糕：餐饮端应用广泛，零售端接受度提升。**冷冻蛋糕在日本渗透率较高，渠道覆盖面较广。企业强调生产技术，机械化程度较高。B 端餐饮酒店渠道应用场景广泛，C 端冷冻蛋糕消费习惯持续培育。
- 投资建议：**中国烘焙行业长期逻辑顺畅，当下正迎来新的历史机遇。考虑当前社会进入老龄少子化和单身化、中产分化致消费追求变化以及小麦进口增加等因素影响，我们认为中国烘焙行业正迎来新的历史机遇，许多细分赛道都有望诞生龙头。**3 个方向值得关注：（1）冷冻烘焙渗透率提升，研发生产力强的企业更有望突围，推荐立高食品、千味央厨等；（2）伴手礼文化发展，老字号更有望建立心智，推荐五芳斋等；（3）包装化率提升，渠道能力强的企业竞争优势明显，推荐盐津铺子等。**
- 风险提示：**宏观经济波动、食品安全问题、数据统计偏差风险、空间测算具有主观性、研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时。

## 内容目录

一、烘焙行业：对标日本，潜在空间 4~5 千亿.....	- 5 -
1.1 为什么选择日本对标? .....	- 5 -
1.2 中日烘焙行业发展催化 .....	- 6 -
1.3 中国烘焙行业空间测算 .....	- 10 -
二、日本面包行业对中国的启示 .....	- 12 -
2.1 渠道：饼房洗牌，零售渠道成主流.....	- 12 -
2.2 产品：代餐需求大，包装化率有倍增空间 .....	- 14 -
2.3 格局：渠道为王，集中度提升 .....	- 17 -
2.4 工艺：冷冻面团由 B 端向 C 端渗透.....	- 18 -
三、日本糕点行业对中国的启示 .....	- 22 -
3.1 传统糕点：文化属性强，老字号伴手礼受追捧.....	- 22 -
3.2 西式糕点：品类品牌与渠道品牌共存 .....	- 23 -
3.3 冷冻蛋糕：餐饮端应用广泛，零售端接受度提升 .....	- 25 -
四、投资建议 .....	- 28 -
五、风险提示 .....	- 28 -

## 图表目录

图表 1: 欧式烘焙 VS 日式烘焙.....	- 6 -
图表 2: 日本大米年人均消费量 (kg) .....	- 6 -
图表 3: 2人以上家庭 (农林牧渔家庭除外) 消费金额 (千日元) .....	- 6 -
图表 4: 2人以上家庭 (农林牧渔家庭除外) 面包消费量价拆分 .....	- 7 -
图表 5: 2人以上家庭 (农林牧渔家庭除外) 面包消费主食面包占比.....	- 7 -
图表 6: 日本小麦进口量.....	- 8 -
图表 7: 中国大陆小麦进口量.....	- 8 -
图表 8: 65岁及以上人口占总人口比重 (%) .....	- 8 -
图表 9: 0-14岁人口占总人口比重 (%) .....	- 8 -
图表 10: 日本单身家庭占比 (%) .....	- 8 -
图表 11: 中国一人户占比.....	- 8 -
图表 12: 中国实际 GDP 及增速.....	- 9 -
图表 13: 日本实际 GDP 及增速.....	- 9 -
图表 14: 日本社会 1995-2000 年消费变迁.....	- 9 -
图表 15: 2023 年各国人均烘焙消费 (美元) .....	- 10 -
图表 16: 人均烘焙零售额占人均可支配收入比 (千分之一) .....	- 10 -
图表 17: 国内烘焙行业空间测算.....	- 11 -
图表 18: 中日烘焙行业渠道销售占比 (%) .....	- 12 -
图表 19: 日本烘焙门店数量 (家) .....	- 13 -
图表 20: 鹤鹑面包店主要产品 .....	- 13 -
图表 21: 宗像堂酵母面包主要产品.....	- 13 -
图表 22: 山崎面包各渠道销售占比 (%) .....	- 13 -
图表 23: 2023 年面包烘焙消费者购买烘焙产品的渠道分布情况.....	- 14 -
图表 24: 2023 年面包烘焙消费者喜爱的面包烘焙消费场景.....	- 14 -
图表 25: 日本面包消费频率调查 (2019) .....	- 15 -
图表 26: 日本各年龄段面包消费频率调查.....	- 15 -
图表 27: 2020 年日本独居家庭饮食支出 (日元/月) .....	- 15 -
图表 28: 2020 年日本独居家庭点心面包支出 (日元/月) .....	- 15 -
图表 29: 日本 UDF 食品的四个等级.....	- 16 -
图表 30: 2023 年山崎面包大单品销售 (亿日元) .....	- 16 -
图表 31: 中日烘焙产品包装化率 (2022) .....	- 16 -
图表 32: 敷岛面包的“超熟”系列产品.....	- 17 -
图表 33: 山崎面包终端数量 (家) .....	- 17 -

图表 34: 中日烘焙市场企业市场份额 (2023)	- 18 -
图表 35: 冷冻面团与冷冻面包市场规模 (百万日元)	- 19 -
图表 36: 冷冻面团分类	- 19 -
图表 37: 日本“留住时间烘焙店”	- 20 -
图表 38: 数岛面包冷冻烘焙代表品牌和产品矩阵	- 20 -
图表 39: 全球部分国家和地区冷冻烘焙渗透率	- 21 -
图表 40: 文明堂卡斯特拉伴手礼	- 22 -
图表 41: 桃子卡斯特拉贺卡	- 22 -
图表 42: 文明堂的卡斯特拉广告	- 23 -
图表 43: 福砂屋 400 周年	- 23 -
图表 44: 虎屋经典羊羹包装	- 23 -
图表 45: 罗森的门店类型和烘焙产品系列矩阵	- 24 -
图表 46: BAKE Inc. 旗下品牌矩阵	- 25 -
图表 47: 罗森冷冻卡斯特拉	- 26 -
图表 48: Cake.jp 线上发售的“一人食”蛋糕	- 26 -
图表 49: Best 解冻时制法	- 26 -
图表 50: GO!YO! 工厂的机械臂	- 26 -
图表 51: Mr. CHEESECAKE 不同解冻风味	- 27 -
图表 52: GO!YO! 的奖励点心	- 27 -

## 一、烘焙行业：对标日本，潜在空间 4~5 千亿

### 1.1 为什么选择日本对标？

- **日本烘焙体系是欧式烘焙之外的第二大烘焙体系，深度影响整个东亚烘焙业。**东西方人的饮食习惯差异巨大，欧式烘焙虽然历史更悠久，但较难被东方人接受。而中日由于地缘、历史等方面原因，饮食习惯较为接近，又由于历史原因，日本烘焙业态起步较早、发展时间较长，对中国乃至整个东亚烘焙影响深远。
- **面包：区别于用于主食的欧式面包，适配休闲场景的日式面包在国内市场占据主流。**
- **（1）从历史发展看，烘焙文化源自西方，明治维新后传入日本并逐渐传入中国。**面包烘焙作为西式面点，大多来源于欧洲，欧洲各国都有独具风味的传统种类，如法国的法棍、德国的碱水面包、意大利的夏巴塔、丹麦的起酥等。明治维新后，面包文化真正深入日本。以港口横滨为中心，出现了各式各样的西洋面包房，衍生出诸如酒种豆沙面包、卡仕达酱奶油面包等经典品种。二战后，为了应对食粮危机，日本从美国购入大量剩余的小麦粉和脱脂奶粉，面包成为整整一代日本人的饮食习惯。面包逐渐融入日本人的日常，经过不断改良，也变得更加松软，更符合日本人的口味。目前，国内市场日式面包仍旧占据主流，其中相当部分也是通过日本、中国台湾进入中国大陆的。
- **（2）从食用功能看，欧式面包用作主食，日式面包主打休闲场景。**欧式面包作为主食，体积一般较大，在烘烤时能高温锁水，让面包的内部组织足够湿润，保存时间较长，便于后期切片食用。日式面包主要作为下午茶和点心食用，多数以精致小巧为主，由于馅料丰富，面团中油脂含量较高，吃起来追求意犹未尽的感觉。
- **（3）从原料工艺看，欧式面包追求麦香味，日式面包追求轻盈饱满。**在原料方面：欧式面粉尽可能多的保留矿物质以凸显小麦风味和面包内部组织的色泽，同时由于面粉灰分较高，蛋白质含量中等，辅材添加较少，其口感外部焦脆，内部组织湿润有嚼劲，麦香味十足；亚洲面粉会降低其灰分值和矿物质，使其达到更细腻洁白的粉质，同时由于面粉蛋白质含量较高，添加了黄油、砂糖、牛奶等辅料并加入丰富的馅料，其口感蓬松柔软并不失饱满。在烘烤方面：由于欧式面包不添加砂糖等辅助上色的原材料，烤箱温度设置通常较高；日式面包由于辅料较多，烘烤温度则不宜设置过高。
- **蛋糕：欧式蛋糕较为厚重丰富，日式蛋糕强调细腻清雅。**欧式蛋糕以玛德琳、舒芙蕾、拿破仑、慕斯蛋糕等为代表，原料上重油重糖，口感上浓重丰富，配方简洁明了；日式蛋糕以草莓蛋糕、长崎蛋糕、戚风蛋糕、蛋糕卷等为代表，原料上朴素清淡，口感上细腻清雅，配方严谨注重细节。

**图表 1: 欧式烘焙 VS 日式烘焙**

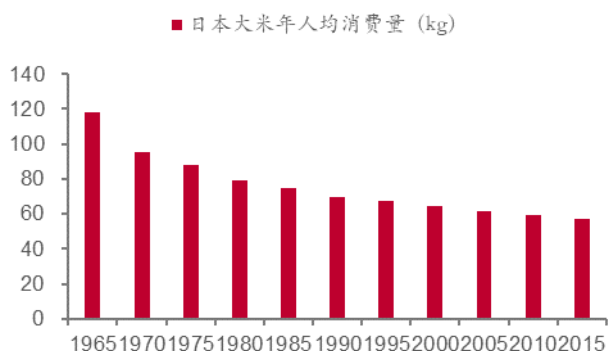
	欧式面包	日式面包
原辅料	中筋面粉、盐等	高筋面粉、糖、油、奶、花式夹心等
发酵	面团含水量超 70%，发酵时间至少 1 天（冷藏需一周），基本不揉面，采用浸泡法，一次发酵后直接整形	揉面至出筋，面筋中有规律的排列结构甚至可以拉丝
烤制	烤箱温度 230~300 度，烤箱里放石板使得面经膨胀喷出水汽，以形成又脆又硬的外壳	烤箱温度一般在 200 度以下
外形	一层厚实脆韧的外皮，外表颜色较深，内里松软柔韧，有不规则大气泡	成品颜色较浅，呈金黄色或淡黄色，组织松软有弹性，外皮薄嫩，内部结构松软，造型多变，口味千变万化
代表	法棍、碱水面包、夏巴塔、丹麦起酥、司康	酒种红豆面包、生吐司、咖喱面包、炒面面包
适用场景	主食	下午茶、点心
	日式草莓奶油蛋糕	法式草莓奶油蛋糕
外观	奶油抹面	覆盆子果酱镜面
蛋糕胚	全单海绵蛋糕	杏仁粉海绵蛋糕
内陷	普通奶油	法式香草奶油酱
口感	绵润清爽	浓郁顺滑

来源：动物园食记、中泰证券研究所

### 1.2 中日烘焙行业发展催化

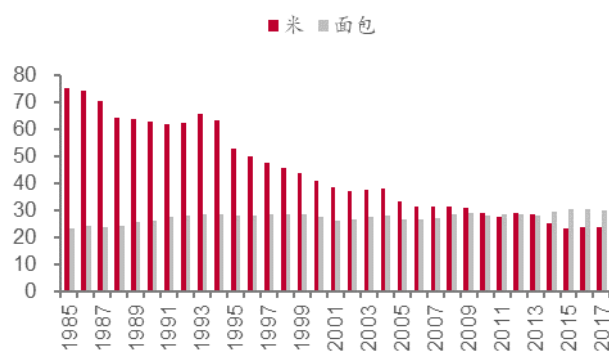
- **90 年代后，日本国民饮食结构发生深刻变化，面包消费赶超大米消费。**日本农林水产省的数据显示，1965 年时日本人均大米年消费量为 118.3 千克，2015 年只剩 56.9 千克。《日本农业新闻》曾在东京街头对 100 名 20-29 岁年轻人做过一项调查，16% 受访者表示一个月没有吃过米饭，9% 的人一周没吃过米饭。取代大米进入日本人餐桌的则是面包。根据日本总务省的“家计调查”，2011 年，日本 2 人以上家庭（农林牧渔家庭除外）面包消费金额（28371 日元）首次超过大米（27777 日元），日本 2 人以上家庭（农林牧渔家庭除外）大米消费保持持续减少的趋势。

**图表 2: 日本大米年人均消费量 (kg)**



来源：日本农林水产省、中泰证券研究所

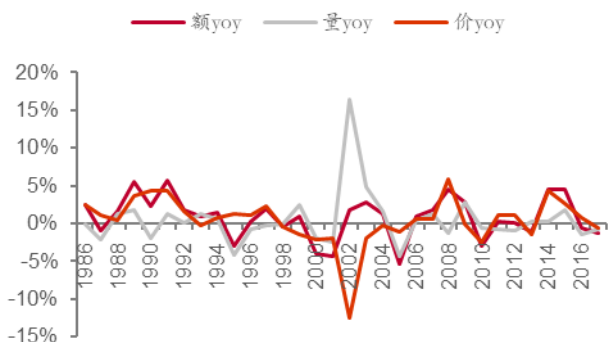
**图表 3: 2 人以上家庭（农林牧渔家庭除外）消费金额 (千日元)**



来源：日本总务省、中泰证券研究所

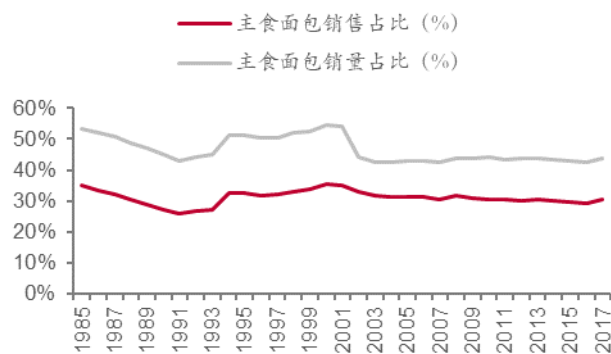
- 日本面包行业发展可大致拆分为 3 个阶段，其量价特征分别表现为“价增驱动”、“量增驱动”、“量价齐升”。根据日本总务省的“家计调查”，我们把日本面包行业的发展以 1995 年和 2005 年为界，大致分为 3 个历史阶段：（1）1995 年前，日本经济快速发展，人民生活水平持续提升，主食面包占比走低，面包均价持续提升，推动面包消费支出提升；（2）1995-2005 年，日本泡沫经济破灭，经济增速放缓，主食面包占比提升，面包均价走低，面包消费量提升趋势明显，推动面包消费支出提升；（3）2005 年后，日本社会老龄少子化问题较为严重，与此同时便利店等零售业态繁荣发展，主食面包占比下降，面包行业量价齐升，推动面包消费支出增加。

图表 4: 2 人以上家庭（农林牧渔家庭除外）面包消费量价拆分



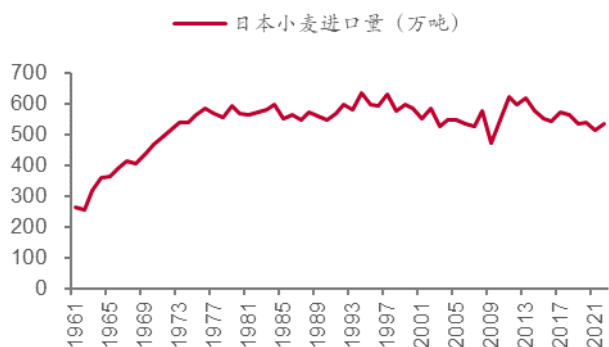
来源：日本总务省、中泰证券研究所

图表 5: 2 人以上家庭（农林牧渔家庭除外）面包消费主食面包占比



来源：日本总务省、中泰证券研究所

- 我们认为，当下中国烘焙行业发展和过去的日本具备相似的催化。
- 催化一：小麦进口增加：
- 从日本的情况看，美国的“小麦战略”改变了日本人的饮食结构。二战结束后，日本面临严重的粮食短缺，主要由日裔美籍人士组成的救济组织购买大量的小麦和脱脂奶粉等物资运往日本，小麦和奶粉被做成面包和牛奶，以营养午餐的名义供给学校的孩子。1954 年，《对日和平条约》恢复了日本作为独立国家的身份。此后，美国政府制定了《农业贸易发展和援助法》，将美国国内剩余的大量小麦卖到了日本。根据联合国数据，1961 年后日本小麦进口量持续攀升。为了促使日本消耗掉足够多的小麦，美国人开始在日本推行多吃面包政策，同时日本当局也加大宣传，食用面包逐渐成为社会“主流”。
- 从中国的情况看，小麦进口量持续提升为烘焙业态发展提供契机。根据联合国粮农组织数据，受养殖需求、玉米行情、国际行情等因素影响，2008 年以来，中国大陆小麦进口量持续提升，在 2022 年创 987.31 万吨的新高。主产国进口小麦通常价格低品质好，为中国烘焙行业发展奠定了原料供给的基础。

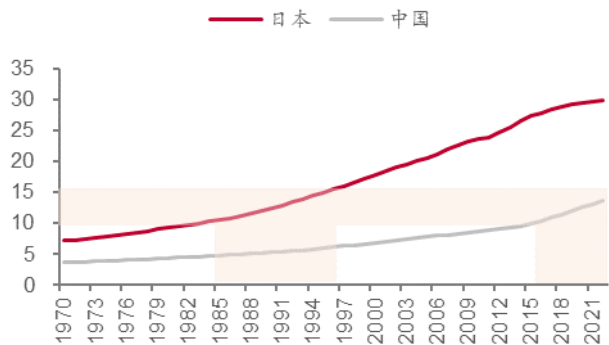
**图表 6: 日本小麦进口量**


来源: 联合国粮农组织、中泰证券研究所

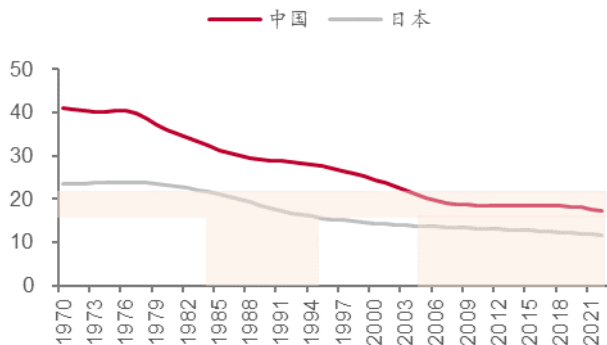
**图表 7: 中国大陆小麦进口量**


来源: 联合国粮农组织、中泰证券研究所

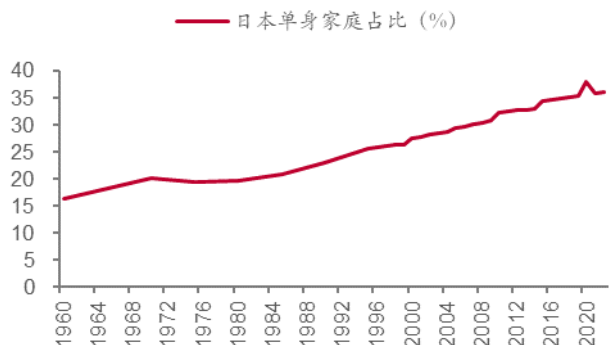
- 催化二: 社会进入老龄少子化和单身化:** 根据世界银行的数据, 1990 年日本 65 岁人口占比为 12.4%, 0-14 岁人口占比为 17.9%, 而 2020 年, 中国 65 岁人口占比为 12.6%, 0-14 岁人口占比为 18.0%, 水平刚好接近。根据日本国立社会保障与人口问题研究所数据, 1990 年日本单身家庭占比 23.1%, 根据国家统计局数据, 中国一人户占比逐步提升, 至 2022 年已达 16.8%。从人口特征看, 日本 90 年代的市场环境与中国当下的市场环境非常相似, 社会逐步步入老龄少子化和单身化, 外出就餐和家庭烹饪都有所减少, 相较之下更加方便且高性价比的烘焙被越来越多居民接受。

**图表 8: 65 岁及以上人口占总人口比重 (%)**


来源: 世界银行、中泰证券研究所

**图表 9: 0-14 岁人口占总人口比重 (%)**


来源: 世界银行、中泰证券研究所

**图表 10: 日本单身家庭占比 (%)**


来源: 日本国立社会保障与人口问题研究所、中泰证券研究所

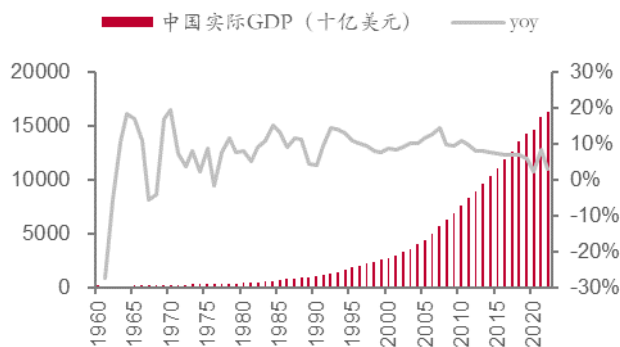
**图表 11: 中国一人户占比**


来源: 国家统计局、中泰证券研究所



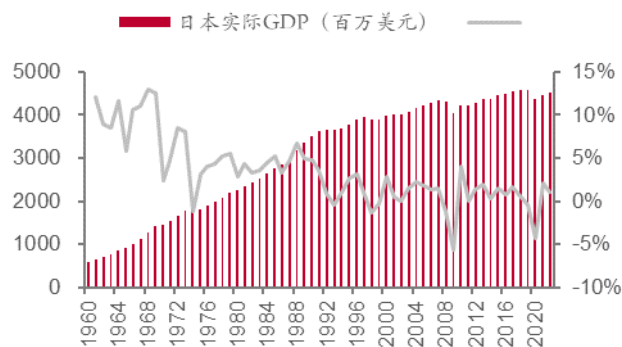
- 催化三：中产分化致消费追求变化：
- 根据世界银行的数据，日本 1985-1990 年实际 GDP 增速回落至 4.87%，而中国经济经历了过去的高速发展后亦向高质量发展过渡，2015-2020 年实际 GDP 增速回落至 5.73%。与此同时，中产阶层不断分化。2010 年以前，日本年收入 600 万以下的中低阶级消费者占人口比重超 80%，中产阶级大量减少，收入阶层向低层和高层移动。相对应地，消费追求向“性价比”与“小确幸”变化。一方面，消费者对于商品的价值与价格判断力增强，供应链效率提升使得零售环节缩短，消费品的性价比增高；另一方面，消费者渴望用小价钱买到即时愉悦，商品的精神属性增强，消费者开始看重商品的附加价值所带来的精神满足。烘焙点心产品具备分量少、高糖等特点，天然符合“小确幸”式精神追求的属性。

图表 12：中国实际 GDP 及增速



来源：世界银行、中泰证券研究所

图表 13：日本实际 GDP 及增速



来源：世界银行、中泰证券研究所

图表 14：日本社会 1995-2000 年消费变迁

年份	主题	事件
1995	新潮女孩	阪神·淡路大地震
		耐克等运动品牌人气大涨
		生产年龄人口（15-64 岁）开始减少
1996		日本星巴克首店于银座开业
1997	自由市场、旧衣服、环保车、手机、失去的十年	任天堂“口袋妖怪”销售达 8 百万
		丰田汽车出售“TOYOTA PURIUSU”汽车
		索尼 VAIO 笔记本上市
		“URA 原宿 Fashion”人气大涨
		有关自然派房屋构造的杂志《TIN TIN 人》出版
		山一证券、北海道拓殖银行、日本长期信用银行破产
		东京市中心首家优衣库于原宿开业
		便携电子宠物 TAMAGOCHI 深受欢迎
		早安少女组“Morning 娘”登场
		自由市场在井之头公园盛行
	i-mode 开始	
	索尼 AIBO 上市	
2000	乐活族、大变革、	本田发表 ASIMO 汽车
		上网咖啡厅“PC Ban”登场，掀起上网咖啡厅热

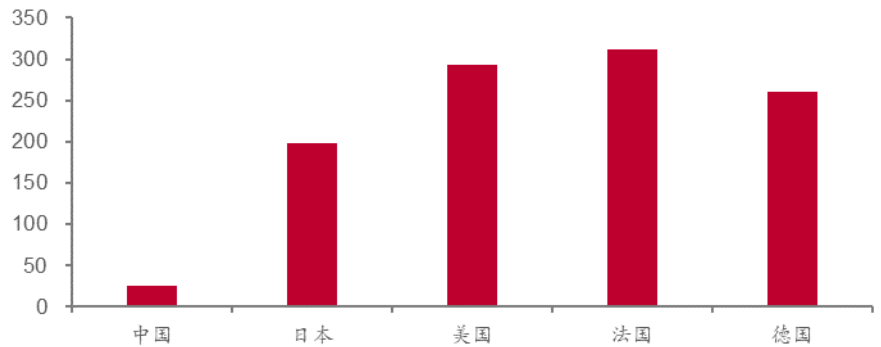
上网咖啡 宫崎骏作品《千与千寻》上映，成为日本电影史上票房最高的电影  
厅 《东京大变革》出版，引起建筑整修热  
町田、大宫、柏等地实行本地特色郊外游“JMTY”深受关注  
J-phone 推行照片 Mail 效果良好，签约数额上升至日本电话业第二  
游戏机 Playstation2 出货量突破 4 千万台

来源：《第四消费时代》、中泰证券研究所

### 1.3 中国烘焙行业空间测算

- 中国人均烘焙消费远低于美国、法国、德国和日本，行业成长空间广阔。根据欧睿的数据，2023 年中国人均烘焙消费为 25.9 美元，仅为日本同期水平的 13%、美国同期水平的 9%、法国同期水平的 8%、德国同期水平的 10%。同时，中国大陆地区人均烘焙消费占人均可支配收入比仅为 0.3%，远不及法、德、日水平，存在较大的提升空间。

图表 15: 2023 年各国人均烘焙消费 (美元)



来源：欧睿、中泰证券研究所

图表 16: 人均烘焙零售额占人均可支配收入比 (千分之一)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
中国	3.71	3.73	3.85	3.83	3.84	3.86	3.72	3.44	3.14	3.24
日本	9.11	9.12	9.19	9.13	8.89	8.75	8.32	8.95	9.18	9.89
韩国	3.19	3.99	4.34	4.30	4.29	4.31	4.12	4.01	4.01	4.14
中国台湾	5.93	6.03	6.02	6.03	6.01	5.99	5.75	4.71	4.79	5.25
美国	4.70	4.59	4.58	4.38	4.24	4.08	4.13	4.08	4.28	4.56
法国	10.26	10.21	10.12	10.00	9.86	9.72	9.65	9.56	9.87	10.94
德国	8.49	8.35	8.16	8.01	7.71	7.61	7.68	7.64	7.66	8.29

来源：欧睿、中泰证券研究所

- 根据我们的测算，相比 2023 年 2500 多亿的规模，烘焙行业的增长空间将仍接近翻倍，潜在的空间达 4000~5000 亿。空间测算旨在对可能的发展空间进行大致判断，不在于锚定发展周期确定发展速度。我们认为大陆地区烘焙的驱动主要在于渗透率提升，大陆地区虽然人口基数庞大，但是目前烘焙的渗透率仍旧较低，未来随着人们消费习惯的转变，人们对于烘焙的接受程度有望提升。为了量化行业潜在空间，我们选取

人均可支配收入作为约束，分大陆地区一线、二线、三线以及四线及以下人均可支配收入，对标到日本、中国台湾地区、法国和德国人均烘焙消费占可支配收入比重，得到现有收入条件下的烘焙行业理论市场规模。

- 我们测算了假设大陆地区人均烘焙消费占比达到日本、中国台湾地区、法国和德国的支出占比时的行业市场规模。其测算逻辑为：①通过各地人均烘焙零售额衡量人均烘焙消费金额；②支出占比=人均消费金额/人均可支配收入；③假设大陆地区未来也会达到各地的支出占比，并针对各线城市进行了系数折算；④通过各线城市人均可支配收入和支出占比，计算出人均消费金额；⑤根据各线城市人口数以及人均消费金额计算各线城市行业规模。
- 中国台湾地区、德国、日本、法国的烘焙消费占可支配收入比例分别达到 **0.5%、0.8%、1.0%、1.1%**。我们认为这五个市场可大致诠释未来大陆地区烘焙行业发展可能经历的不同阶段。考虑到各线城市存在时间机器效应且消费习惯存在差异，我们对各线城市采取不同的假设目标。例如对标日本，假设未来一线、新一线、二线、三线城市、四线及以下城市人均烘焙消费支出占比分别能达到日本目前烘焙消费占比的90%、85%、80%、70%、60%的水平，可以估算出中国潜在的烘焙市场规模约为4862.33亿元。

图表 17：国内烘焙行业空间测算

		一线	新一线	二线	三线	四线及以下	合计	增长空间
常住人口数 (万人)		8,298.9	20,042.1	22,911.3	37,075.7	51,445.3	139,773.3	
人均可支配收入 (元)		80,001.5	59,060.4	55,337.8	41,959.6	39,247.4		
假设目标		90%	85%	80%	70%	60%		
人均烘焙零售额 (元)	对标国家/地区							
	日本	711.8	496.3	437.7	290.4	232.8	347.9	
	中国台湾	377.9	263.5	232.4	154.2	123.6	184.7	
	法国	787.8	549.3	484.4	321.4	257.7	385.0	
	德国	596.6	415.9	366.8	243.4	195.1	291.6	
烘焙零售总额 (亿元)	对标国家/地区							
	日本	590.7	994.7	1,002.7	1,076.6	1,197.6	4,862.3	92%
	中国台湾	313.6	528.1	532.4	571.6	635.9	2,581.5	2%
	法国	653.8	1,100.9	1,109.8	1,191.5	1,325.5	5,381.5	113%
	德国	495.1	833.6	840.4	902.3	1,003.7	4,075.1	61%

来源：《2023 城市商业魅力排行榜》、国家统计局、地方统计局、欧睿、中泰证券研究所测算

注：城市等级划分依据新一线城市研究所的《2023 城市商业魅力排行榜》。城市常住人口、人均可支配收入采用截至 2022 年 12 月 31 日的数据计算得到。

## 二、日本面包行业对中国的启示

### 2.1 渠道：饼房洗牌，零售渠道成主流

- 中国烘焙渠道仍以流通饼房为主流，日本零售渠道占比较高。根据欧睿数据，在中国烘焙市场中，以流通饼房为代表的食品专卖店占比达一半以上，且占比持续下降；而在日本烘焙市场中，则是以便利店、超市、特大超市等为代表的零售渠道占比接近 70%。

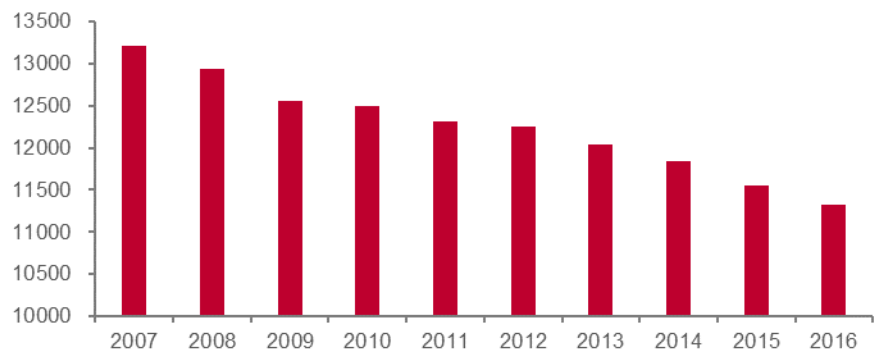
图表 18：中日烘焙行业渠道销售占比 (%)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>中国</b>										
便利店	0.7	1.3	1.9	2.5	3.2	4.0	4.3	4.4	4.7	4.8
社区店	1.0	1.2	1.3	1.4	1.4	1.4	1.1	1.2	1.1	1.1
超市	14.4	14.3	13.6	13.1	12.6	12.4	12.9	11.5	11.7	11.6
特大超市	20.2	20.3	19.6	19.0	18.0	17.3	17.0	17.0	17.0	16.7
食品专卖店	59.5	58.1	57.5	56.1	55.0	54.1	52.1	53.2	51.3	50.8
小型地方商店	2.1	2.2	2.1	2.0	2.0	2.1	1.9	1.7	1.7	1.7
自动售货机	-	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
线上电商	2.1	2.5	3.9	5.9	7.7	8.7	10.7	10.8	12.4	13.1
<b>日本</b>										
便利店	28.9	29.0	29.1	29.3	29.5	29.8	27.7	27.5	27.9	28.4
超市	23.3	23.4	23.8	23.8	23.7	23.7	25.6	25.3	25.1	24.9
特大超市	15.2	14.8	14.4	14.2	14.1	13.9	14.6	14.4	14.2	14.0
仓储会员店	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
食品专卖店	19.4	19.3	19.2	19.1	18.9	18.7	18.5	18.3	18.0	17.7
小型地方商店	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
综合货物商店	3.2	3.1	3.0	3.0	2.9	2.9	2.1	2.4	2.5	2.5
药妆店	5.4	5.6	5.8	5.8	6.0	6.1	6.5	7.0	7.2	7.4
线上电商	2.7	2.8	2.9	2.9	3.0	3.1	3.1	3.2	3.2	3.2

来源：欧睿、中泰证券研究所

- 烘焙门店：门店数量呈下降趋势，平价路线和增值菜单路线表现较好。根据 NTT 的统计，日本面包店的数量从 2007 年的 13,212 家下降到 2016 年的 11,326 家，目前仍呈下降趋势。原因主要在于：对面包师要求较高，有些甚至需要 8-10 年的长期培训；工作时间长，经常从早到晚；来自便利店和商超的竞争加剧，导致销售份额被瓜分。多项原因导致现任面包经营者正在变老，但却后继无人的状况。生存时间较长的成功的面包店，如 Pelican、宗像堂酵母面包等，要么走平民路线，要么走高低价搭配路线。以增值菜单为中心的面包店同样表现较好，比如很多生吐司门店都会搭配吐司的二次加工，可在店食用。

图表 19: 日本烘焙门店数量(家)



来源: NNT、中泰证券研究所

图表 20: 鹤鹑面包店主要产品



来源: CIB 烘焙技术研究所、中泰证券研究所

图表 21: 宗像堂酵母面包主要产品



来源: CIB 烘焙技术研究所、中泰证券研究所

- **工厂面包: 量贩店和便利店或将成为主要销售渠道。** 作为日本烘焙行业龙头, 山崎面包是工厂面包品牌的代表, 其渠道覆盖较为完备。根据公司公告, 量贩店是其创收的主要渠道, 2013 年-2022 年, 量贩店销售占比保持在 40%以上, 并呈现提升趋势; 占比第二大的渠道为便利店, 2013-2022 年占比在 25%上下波动; 饼房渠道和其他渠道销售占比则一直较低。在山崎的渠道中, 饼房主要定位为打造品牌心智, 量贩店和便利店则是提升渠道覆盖广度和深度的核心支撑。

图表 22: 山崎面包各渠道销售占比 (%)

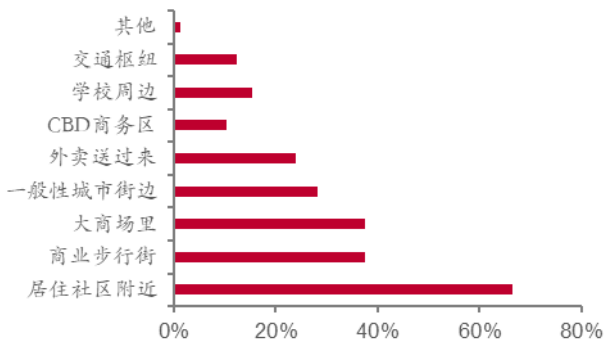
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
每日山崎	2.7	2.3	2.2	2.3	2.3	2.2	2.1	1.9	1.8	1.8
山崎商店	4.8	4.6	4.2	4.0	3.8	3.7	3.5	2.9	2.9	3.1
伊藤圣百货	3.3	3.0	3.3	3.3	3.2	3.1	2.9	2.4	2.4	2.4
量贩店	41.8	42.1	41.6	42.5	43.7	43.2	43.3	46.0	45.8	45.7
便利店										

	24.5	25.2	25.5	25.8	25.9	26.1	26.1	25.2	25.5	24.6
其他	22.9	22.8	23.2	22.1	21.1	21.7	22.1	21.6	21.6	22.4

来源：公司公告、中泰证券研究所

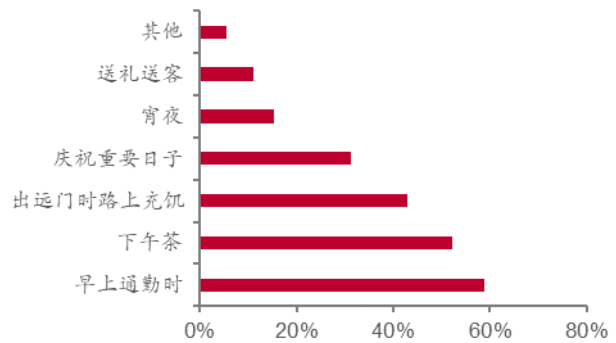
- 考虑到效率更高、离消费者更近，预计中国烘焙主流渠道会逐步向零售渠道转变。据红餐品牌研究院调查，从购买习惯看，在受访的面包烘焙消费者中，选择在居住社区附近的烘焙店消费的占比达 66.3%，远高于其他点位的烘焙店；从消费场景看，58.9%的消费者会在早上通勤时消费烘焙食品，52.2%的消费者会在下午茶时间段食用烘焙食品。考虑到相比商圈店为主的饼房，零售渠道的便利性更高，触达速度也更快，更符合消费者的日常需求。

图表 23: 2023 年面包烘焙消费者购买烘焙产品的渠道分布情况



来源：红餐品牌研究院、中泰证券研究所

图表 24: 2023 年面包烘焙消费者喜爱的面包烘焙消费场景

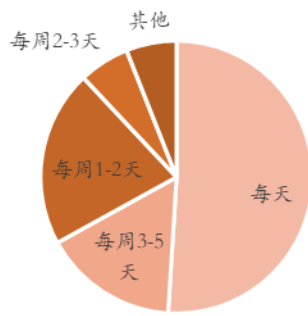


来源：红餐品牌研究院、中泰证券研究所

## 2.2 产品：代餐需求大，包装化率有倍增空间

- 随着年龄的增加，食用面包的频率都有增加趋势。此前，日本 Felissimo 网站的调查数据显示，日本 51% 的人几乎每天使用面包，18% 的人每周 3-5 天食用面包，面包消费频率非常高。而日本网络调查机构 DIMSDRIVE 的调查数据显示，无论男性还是女性，随着年龄的增加，食用面包的频率都有增加趋势。面包便利、即食，以及比起米饭等“粒食”，作为“粉食”更加细腻的特点，使其在老年人中受到了欢迎。

图表 25: 日本面包消费频率调查 (2019)



来源: Felissimo、中泰证券研究所

图表 26: 日本各年龄段面包消费频率调查

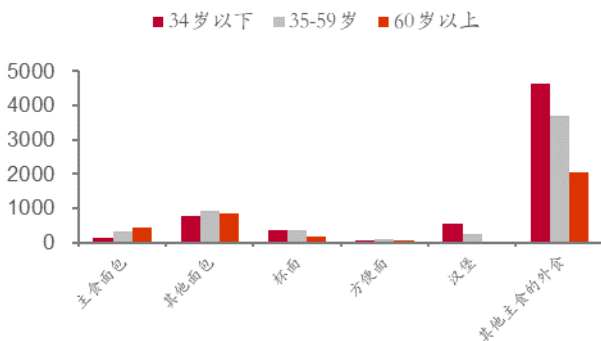
	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
※男性-10代(N=23)	34.8	0.0	34.8	13.0	17.4
男性-20代(N=307)	23.5	24.1	27.3	13.7	5.5/4.6
男性-30代(N=1109)	27.6	22.5	28.3	13.3	3.9
男性-40代(N=1288)	29.0	22.4	31.3	11.3	2.6
男性-50代(N=764)	37.7	17.5	26.3	10.7	4.2
男性-60代以上(N=346)	55.0	12.4	21.1	6.6	2.6
※女性-10代(N=31)	16.1	22.6	38.8	16.1	
女性-20代(N=623)	27.4	23.0	28.3	13.2	3.8/4
女性-30代(N=1451)	31.4	24.9	28.5	10.6	
女性-40代(N=1027)	37.8	22.6	26.3	9.2	1.0
女性-50代(N=466)	44.2	24.9	19.1	6.9	
女性-60代以上(N=128)	45.2	18.8	26.6	3.1	3.9

※はN=50未満の為、参考値  
 (ほぼ毎日) (週3~5日くらい) (週1~2日くらい) (月2~3日) (月に1日) (それ以下) (月は食べない)

来源: DIMSDRIVE、中泰证券研究所

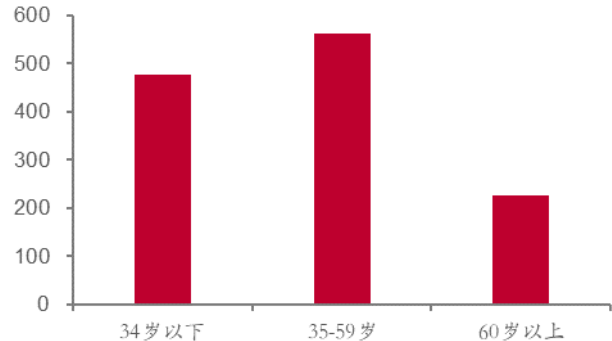
- 老年人对于面包的需求，更多是代餐需求，而非作为点心。有研究曾就老年人的面包喜好进行调查，选取 60-90 岁的 118 名老人为研究对象，调查结果显示，有 7 成以上的老人每周吃一次以上面包，其中又有约一半的人每周吃三次以上。其中将面包作为早餐的人最多，其次是晚餐和午餐，作为点心食用的仅占 2%。根据日本总务省统计局的家计调查，独居家庭中，主食面包的消费金额有随年龄而增加的趋势，点心面包则呈下降趋势。

图表 27: 2020 年日本独居家庭饮食支出 (日元/月)



来源: 日本总务省、中泰证券研究所

图表 28: 2020 年日本独居家庭点心面包支出 (日元/月)



来源: 日本总务省、中泰证券研究所

- 老龄化与老年人对面包的特殊需求，催生了面向老年人的细分市场。老年人的饮食有其特殊性，既有营养需求，基于咀嚼和吞咽能力的下降，也对面包质地提出了要求。日本针对老年人的饮食有一系列标准，其中一个概念就是“介护食”，是指为因年老或疾病而咀嚼、吞咽能力低下的人设计的食物，在此基础上还进一步提出了 UDF (universal design food) 食品的概念。日本面向老年人的面包市场，目前正逐步迈进 UDF 食品的范畴，以更加规范化、标准化和专业化。山崎面包有两款面包于 2019 年申请获得 UDF 食品标识。其中，加倍软面包自 1989 年上市，以松软为卖点，掀起市场上的软式主食面包风潮。在初上市的 8 个月内销售额超过了 100 亿日元，并获得了平成元年年度热度食品大赏；另一款松软主食面包自 2009 年上市，推出时的理念也是“让人感觉不到面包边”的松软和湿润口感。根据山崎面包 2023 年 12 月的决

算报告，在主食面包门类，加倍软面包依然是主力，而松软主食面包也具有增长潜力。

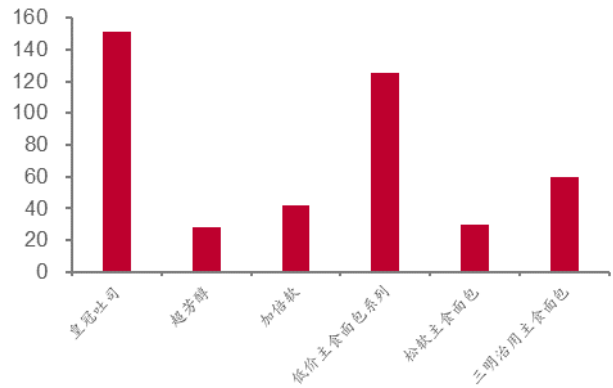
图表 29: 日本 UDF 食品四个等级

区分	容易にかめる	噛みまでつぶせる	舌でつぶせる	かまなくてよい
かむ力の目安	かたいものや大きいものはやや食べづらい	かたいものや大きいものは食べづらい	細かくてやわらかければ食べられる	固形物は小さくても食べやすい
飲み込み力の目安	普通に飲み込める	ものによっては飲み込みづらいことがある	水やお茶が飲み込みやすいことがある	水やお茶が飲み込みやすい
かたさの目安	ごはん	ごはん-やわらかごはん	全がゆ	ペーストがゆ
	さかな	煮き魚	煮魚	魚のほくし煮(とうもろこし)
	たまご	厚焼き卵	だし巻き卵	スクランブルエッグ やわらかい茶わん蒸し(具なし)
※食品のメニュー例で商品名はありません。	調理例(ごはん)			
物性規格	かたさ上限値 N/m <sup>2</sup>	5x10 <sup>2</sup>	5x10 <sup>4</sup>	ゾル: 1x10 <sup>4</sup> ゲル: 2x10 <sup>4</sup>
	粘度下限値 mPa·s			ゾル: 1500 ゾル: 1500

※「ゾル」とは、液体、もしくは固形物が液体中に分散しており、流動性を有する状態をいう。「ゲル」とは、ゾルが流動性を失いゼリー状に固まった状態をいう。

来源: 日本介护食品协会、中泰证券研究所

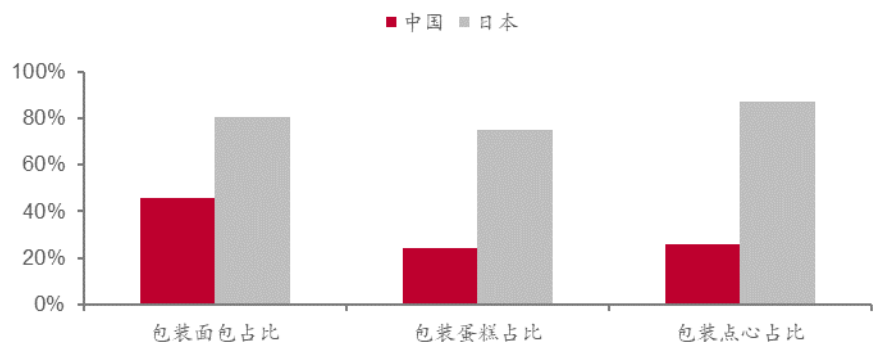
图表 30: 2023 年山崎面包大单品销售 (亿日元)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 由于销售渠道和消费客群的差异，日本烘焙的包装化率远高于中国。根据欧睿的数据，中国包装面包的占比仅为 46%，包装蛋糕的占比仅为 25%，包装点心的占比仅为 26%，远低于日本同期水平 (81%/75%/87%)。2022 年，中国整体烘焙包装化率仅 29%，对标日本 81% 的包装化率有倍增空间。我们预计包装化率差异的主要原因系：(1) 日本烘焙行业的渠道结构中，连锁零售渠道占比较高，由于连锁零售渠道的销售场景主要是货架；中国烘焙行业的渠道结构仍是流通饼房占大头，现烤面包占比仍旧较高；(2) 日本烘焙的消费客群中一人食占比较高；而中国烘焙仍以家庭消费场景为主。

图表 31: 中日烘焙产品包装化率 (2022)



来源: 欧睿、中泰证券研究所

- 中国面包代餐化趋势明显，包装化率有提升空间。随着社会饮食消费方式和偏好发生变化，饮食偏向方便快捷，烘焙预包装食品成为重要选择。同时，单身人口、老龄化趋势使得独居人口增多，也会推动对便于存储的烘焙代餐产品需求的增长。根据英敏特 2019 年 6 月发布的《早餐中国》数据统计，多数西式早餐渗透率在我国已近五成，逐步向粥、馄饨、面条等传统早餐的渗透率靠拢，其中面包/吐司产品渗透率已高达 62%。考虑到中国消费者对于便捷主餐需求的日益增加，面包包装化率仍有较大提升空间。



### 2.3 格局：渠道为王，集中度提升

- 面包是品类创新+线下渠道的生意，新品牌需要依靠差异化的产品迅速起量，并在丰富产品线后进入线下渠道深耕，以此形成自身的壁垒。日本面包三大企业分别为山崎、敷岛和富士面包，在发展过程中展现出了不同的侧重点。山崎面包是目前日本面包行业发展最为全面的集团公司，销售规模最大，拓展了除面包以外的多种品类，同时内部化了物流、设备生产等业务，成为行业领导者。敷岛面包则将发展重心偏向于技术型生产，并由此延伸了多种生产工艺水平较高的产品。借鉴敷岛面包和山崎面包的经验，我们认为创新和渠道是面包企业做大做强关键。
- 以敷岛面包为例，品类创新可使得品牌迅速打开局面。20 世纪下半叶，制作吐司的技法已经非常完备，Pasco 丰中工厂的研发人员发现了“汤种法”能使得面包具有“新鲜米饭”的感觉，并采用这种工艺制作出了“超熟”吐司。1998 年 10 月在关西上市反响热烈，2 个月后在中部上市，次年 1 月又在关东上市，短短 3 个月就实现了全国发售。Pasco 通过汤种法实现了每年 400 亿日元的收入，根据日本科技研究学会的论文，仅 2014 年，通过汤种法制作的面包市场规模已超一千亿日元，并且销售额还在呈增长趋势。

图表 32：敷岛面包的“超熟”系列产品



来源：公司官网、中泰证券研究所

- 以山崎面包为例，高渠道覆盖构建品牌深厚的壁垒。截止 2022 年底，山崎面包共拥有接近 11 万个终端，包括商超、便利店、量贩店、每日山崎、山崎商店、伊藤圣百货及其他内部商店。山崎取得成功的重要原因是把握住行业快速发展的阶段，坚持并复制“中央工厂+批发”的模式，抢占商店、便利店和量贩店等优质渠道，占领消费者心智。与此同时，山崎布局全国化的工厂和物流体系，保障产品配送频率和配送效率，进一步巩固公司渠道壁垒。

图表 33：山崎面包终端数量（家）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
每日山										

崎	1,531	1,533	1,518	1,533	1,518	1,460	1,414	1,393	1,364	1,324
山崎商店	3,528	3,309	3,139	3,018	2,905	2,852	2,745	2,671	2,704	2,632
伊藤圣百货	875	861	865	882	862	858	747	733	718	714
量贩店	17,467	17,886	18,219	18,283	19,226	19,344	19,626	20,009	20,177	20,356
便利店	46,785	49,364	50,444	51,716	52,458	53,147	53,032	52,874	52,622	52,546
其他	35,645	34,997	34,434	33,861	33,116	33,027	32,628	31,681	31,705	31,563
总计	105,831	107,950	108,619	109,293	110,085	110,688	110,192	109,361	109,290	109,135

来源：公司公告、中泰证券研究所

- 日本烘焙以代餐属性强的面包产品为主因而集中度高，中国烘焙市场集中度有较大提升空间。根据欧睿的数据，2023年，中国烘焙市场市占率前五名分别为达利、桃李、盼盼、奥利奥、徐福记，市占率分别为3.7%、3.7%、1.8%、1.2%、0.8%，CR3为9.2%，CR5为11.2%；日本烘焙市场市占率前五名分别为山崎、富士、数岛、神户屋、乐天，市占率分别为24.8%、7.5%、7.2%、1.8%、1.4%，CR3为39.5%，CR5为42.7%。中国市占率靠前的公司的代表烘焙产品以休闲零食属性强的糕点类为主，而日本市占率靠前的公司的代表烘焙产品以代餐属性强的面包产品为主，致使市场集中度差异较大，中国烘焙市场集中度有较大提升空间。

图表 34：中日烘焙市场企业市场份额（2023）

中国			日本		
排名	公司	份额 (%)	排名	公司	份额 (%)
1	达利	3.7	1	山崎	24.8
2	桃李	3.7	2	富士	7.5
3	盼盼	1.8	3	数岛	7.2
4	奥利奥	1.2	4	神户屋	1.8
5	徐福记	0.8	5	乐天	1.4
	CR3	9.2		CR3	39.5
	CR5	11.2		CR5	42.7

来源：欧睿、中泰证券研究所

#### 2.4 工艺：冷冻面团由 B 端向 C 端渗透

- 日本整体面包市场已趋于稳定，冷冻面团与冷冻面包还在持续增长。根据矢野经济研究所数据，2014-2018年，冷冻面团与冷冻面包仍保持增长态势，不同于九十年代开始，16年间保持了10%以上的年增长率，近几年冷冻面团和冷冻面包的增长几乎保持在3%。

**图表 35: 冷冻面团与冷冻面包市场规模 (百万日元)**



来源: 矢野经济研究所、中泰证券研究所 (注: 深蓝为冷冻面团, 浅蓝为冷冻面包)

- 从渠道角度看, B 端冷冻面团应用较广, C 端冷冻面包接受度逐渐提高。冷冻面团有多种不同形态, 如冷冻面块、预成型、预醒发冷冻面团、FTO 冷冻即烤面团、预烘烤等, 由于前后端环节分配不同, 对前端终端的设备要求和人员要求也不同, 因此也可以适配饼房、超市、酒店、咖啡店等不同的终端渠道与欧包、起酥等不同产品, 应用范围较广。以开业 10 年的东京“365 日”面包店为例, 店内每天供应 60 款产品, 实际使用 26 种面团, 通过冷冻面团技术能够更高效完成面包制作。与此同时, 日本出现了一些直接 2C 的冷冻面包零售店。2021 年 9 月, 横滨的濑谷检票口诞生了一家名为“留住时间烘焙店”的面包店, 专门出售冷冻成品面包。门店内陈列的产品数量多达 500 种, 除吐司、法棍、牛角、贝果、披萨等常规冷冻保存的产品外, 更有蔬菜调理包、奶油面包等常温保质期很短的甜面包。在日本, 冷冻成品面包逐步被消费者所接触和接受。

**图表 36: 冷冻面团分类**

	冷冻面块	冷冻预成型面团	冷冻预醒发面团	冷冻预烘烤面团
工厂环节	搅拌-无发酵直接分割-急速冷冻-冷冻储存配送	搅拌-无发酵直接分割-成型-急速冷冻-冷冻储存配	搅拌-无发酵直接分割-成型-醒发-急速冷冻-冷冻储存配送	搅拌-发酵或不发酵-分割-成型-醒发-烘烤-急速冷冻-冷冻储存配送
终端环节	解冻-成型-醒发-烘烤	解冻-醒发-烘烤	解冻-烘烤	解冻-二次烘烤
特点	灵活变化多、门店需要较多工作量、对面包师技术要求较高	进一步简化了店面操作流程、需要醒发后在烘烤	无需醒发, 解冻后直接烘烤、减少门店操作场地和设备、对面包师技术要求更低	生产过程全部在工厂完成, 产品口味、造型稳定、极大降低门店人工和加工成本、只需极短时间的解冻和烘烤时间

终端 连锁饼店超市面包店

连锁饼店超市面包店  
酒店咖啡餐饮店

连锁饼店超市面包店  
酒店咖啡餐饮店

超市面包店酒店咖啡  
餐饮店

来源：乐斯福、中泰证券研究所

**图表 37：日本“留住时间烘焙店”**



来源：埃德蒙特烘焙工坊、中泰证券研究所

- 从厂家角度看，冷冻烘焙市场较大，不同渠道需要针对性的产品。以敦岛面包为例，公司同时在 2C 和 2B 两类渠道销售冷冻烘焙成品和半成品，但针对不同渠道和不同产品形态，公司采用不同的品牌和产品系列，有针对性地销售。针对 C 端渠道，公司销售以操作简单的冷冻烘焙成品为主，并分为 L Oven、Avenue de L Oven、预包装等多个系列，不同品牌各有侧重；而针对 B 端渠道，公司主要销售预发酵和预成型冷冻面团，并辅以完整的配套服务。

**图表 38：敦岛面包冷冻烘焙代表品牌和产品矩阵**

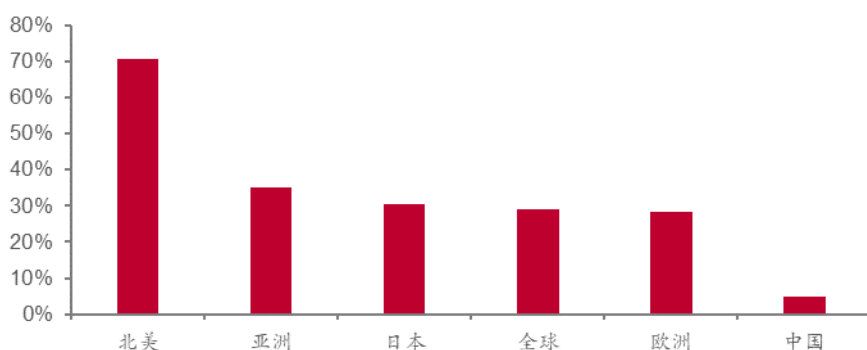
渠道	品牌/产品	特征
2C	L'Oven	2018 年推出的第一个 2C 的高端冷冻烘焙品牌；主打法式面包，使用国产粉和法国研发的发酵种；主打“Oven to Oven”，即产品无需解冻，直接放入烤箱复烤即可；产品主要分为传统法包和有机面粉蔬菜小面包两类；官网售卖，冻品邮寄方式发货，保质期 30 天以上。
	Avenue de L'Oven	2020 年起发售，主打限量预订的优质甜点；全部使用 100% 法国小麦粉和比利时发酵黄油；在售系列为可露丽、玛德琳、磅蛋糕；需要解冻后复烤。
	预包装系列	2021 年新增的特选系列；主要在商超、杂货店渠道发售，产品不定时上新；选用日本国产粉和发酵种；在售四款餐包，可自然解冻，也可以直接微波复热后食用。
	在家新鲜出炉的面包烘焙系列	产品分三类：（1）从面粉开始制作的材料包，可以用来制作高含水的洛斯提克面包；（2）需要解冻、整形、发酵后再烘烤的甜面团和起酥面团；（3）解冻后直接烘烤即可的起酥面团。
2B	PANORAMA COLLECTION	预烘烤冷冻烘焙品牌；产品包括法包、磅蛋糕、布朗尼、英式玛芬、吐司等冷冻成品；保质期 180-365 天。
	冷冻面团	基本涵盖全品类（主食面包、起酥类、贝果、甜面包、调理面包、甜甜圈等）；分为无需发酵直接烘烤和预成型冷冻面团类型；保质期 70-180 天。
	完整的配套服务	2020 年开放商用冷冻面团专门网站，针对面包房、咖啡馆/餐厅、医院/疗养院等不同终端渠道，给出不同种类的冷冻面团采购建议；“Compact Bake

系统”提供开业支持，通过动线设计、产品引入和成本更小的定制设备帮助客户开拓新的烘焙版块；提供线下近距离面对面教授场地规划、商店管理和食品卫生的基础知识，并以不超过4人的小班形式授课。

来源：公司官网、CIB 烘焙技术研究所、中泰证券研究所

- 日本冷冻烘焙市场发展较为成熟，中国冷冻烘焙渗透率仍有较大提升空间。根据 Aryzta 招股说明书，全球冷冻烘焙渗透率约 29.21%，日本冷冻烘焙渗透率约 30.34%，而中国冷冻烘焙渗透率约 5%，相较而言提升空间较大。

**图表 39: 全球部分国家和地区冷冻烘焙渗透率**



来源：Aryzta 招股说明书、中泰证券研究所

### 三、日本糕点行业对中国的启示

#### 3.1 传统糕点：文化属性强，老字号伴手礼受追捧

- 日本传统点心以“和果子”为代表，既有本土文化，也有对他国文化的吸收与融合。就“和果子”成立而言，共有 5 个系统：（1）木果子，即未经加工的草木的果实，如水果和坚果等；（2）唐果子，从中国传入，以米粉、小麦粉等谷物粉类为原材料，经塑性后油炸而成，现在主要被作为神佛前的供品使用；（3）“饼”和“团子”，即年糕，原料均为大米、小麦或小米等谷物；（3）点心，包括肉馅的馒头和以羊肉为食材的羊羹，由于僧人禁食肉类便以红豆代替，形成了日本的茶点“馒头”和“羊羹”；（4）南蛮果子，战国时代（15-16 世纪）自西方传入，原料使用砂糖和鸡蛋，代表有长崎蛋糕（卡斯特拉）、金平糖、有平糖等。和果子在外来文化的影响下形成的，基于日本的风土人文得以确立。
- 传统糕点历史内涵丰富，伴手礼属性较强。以日本国民蛋糕卡斯特拉（Castella、长崎蛋糕）为例，卡斯特拉在日本是家喻户晓的蛋糕，经常作为结婚、婴儿出生、恭喜病愈、感谢客户、恭贺乔迁、拜访友人、表达感谢等场合的伴手礼。因为卡斯特拉使用了鸡蛋、面粉、糖这些营养原料，从江户时代开始就被视作肺结核等疾病的营养补充品。昭和中期，卡斯特拉又随着文明堂的广告名声大噪，至今长盛不衰。除了常见的方形卡斯特拉，在长崎还有一款流传下来的桃子卡斯特拉，最初用作家族庆典，寄托着对家中女孩子身体健康的祝愿，后面演变成庆祝姑娘们长寿健康的载体，如今桃子卡斯特拉不仅广泛应用于日本女儿节，还通用于结婚和分娩等吉祥场合。

图表 40：文明堂卡斯特拉伴手礼



来源：文明堂官网、中泰证券研究所

图表 41：桃子卡斯特拉贺卡



来源：松翁轩官网、中泰证券研究所

- 老牌点心店形成强品牌心智，具备一定影响力。以卡斯特拉为例，日本代表性的品牌门店主要有文明堂、福砂屋、松翁轩 3 家，其中福砂屋创始于 1624 年，松翁轩创始于 1681 年，文明堂创始于 1990 年，福砂屋和松翁轩都属于日本“老字号”，而文明堂的小熊跳舞广告也为卡斯特拉在全国作为亲民点心进行了普及和推广。在传统糕点领域，老牌点心店已在历史发展中形成强品牌心智。

图表 42: 文明堂的卡斯特拉广告



来源: CIB 烘焙技术研究所、中泰证券研究所

图表 43: 福砂屋 400 周年



来源: 福砂屋官网、中泰证券研究所

- **老字号与时俱进，不断丰富品牌内涵。**以传统和果子为例，日本皇室御用点心虎屋（TORAYA），创业于五百年前的室町时代，顾客层严重老龄化，公司升级母品牌（TORAYA TOKYO），同时针对细分市场进行品牌“家族化”重构，1980年在巴黎开办分店，2003年在东京六本木 Hills 开设 TORAYA CAFÉ，2007年3月，内设画廊的 TORAYA 东京 Middle Town 开张，同年10月，位于静冈县御殿场市的虎屋工房投入运营；2012年10月，位于奢侈商务酒店 Tokyo Station 的概念店 TORAYA TOKYO 开张等。同时，公司也对产品和包装进行中西结合的创新，如用羊羹之命脉的豆沙和巧克力合璧而成的“红豆可可翻糖蛋糕”与 Philippe Weisbecker 与葛西熏共同设计旗下最为经典的羊羹包装等。

图表 44: 虎屋经典羊羹包装



来源: 每日食品、中泰证券研究所

### 3.2 西式糕点：品类品牌与渠道品牌共存

- 由于西式糕点品类众多，市场较为分散，品类品牌与渠道品牌共存。糕点甜品品类的低门槛、易创新、轻消费决策的特点，导致新产品层出不穷。为了避免单品类品牌短生命周期的风险，日本大部分糕点甜品

企业不断地推出新的品牌和新的产品，试探新的机会。而消费者的味蕾也没有忠诚度可言，尝鲜的欲望驱动着他们购买各式各样的产品。最能显现此特点的就是日本车站高人流档口的铺位，各式品牌进进出出，它们像清仓大甩卖的商业模式一样，通过季节限定和数量限定等方式，把“稀缺性”作为最核心的卖点。这些爆款的特点在于品类开创者不完全等于最大受益者。这反映了烘焙甜品的低门槛和低壁垒的特征。当一线店铺推出某款特色糕点成为网红店后，其他城市的渠道很容易模仿，引入到自己的渠道或者模仿出类似的品牌。在这种情况下，即便产品创新强也不能带来最大的回报，产品之外的运营逻辑也极为重要。也因此，西式糕点中品类品牌与渠道品牌同时具备存在基础。

- （1）渠道品牌：便利店品牌为主，针对不同门店衍生出多个烘焙产品系列并实行不同的运营思路。**根据 2016 年的数据，每天大约 800 万人光顾罗森，占日本总人口的 6% 以上，同时，90% 以上的销售额来自食品。根据 CIB 烘焙技术研究所，日本 2 万亿日元面包市场 30% 来自便利店的预包装面包，对于单价更高的甜点这一比重或更高，日本便利店在糕点市场的占比举足轻重。以罗森为例，由于罗森除标准门店外还有主打中高端和平价的 Natural Lawson 和 Lawson Store 100 门店，不同门店的消费客群以及烘焙区人员和设备配置也不尽相同，为此，罗森推出多个烘焙产品系列并针对门店特点实行不同的运营思路。

**图表 45：罗森的门店类型和烘焙产品系列矩阵**

门店类型	特点
Lawson	标准门店，分布最广、数量最多，在日本超万店。
Natural Lawson	主打高端产品，创立于 2001 年，以 20-30 多岁的职业女性为目标群体，提供很多标准罗森不出售的商品，并确保种类繁多的产品（不包括药品类）不使用合成防腐剂，主打“美丽、健康、舒适”的理念。截至 22 年 6 月，共有 133 家门店。
Lawson Store 100	主打 100 日元的平价产品，提供丰富的生鲜、小菜、生活用品等，属于易腐便利店类型，主要面向家庭主妇和中老年群体，以满足少子老龄化背景下社区的日常生活需求。截至 22 年 8 月末，共有 668 家门店。
烘焙系列	特点
Natural Lawson 系列	Natural Lawson 会在店内现烤面包，预烘烤产品送至门店复烤。每周上新 20~30 多个新品，10 款左右热卖款，如红豆羊角、香肠卷、碱水结等。
Uchi Café 系列	创立于 2009 年，主打甜点类的面包、蛋糕等产品，在标准店和 Natural Lawson 以预包装的形式进行售卖。品牌创立前在罗森购买甜点的顾客约 6 成是男性，为了吸引 20-30 岁女性，该 PB 品牌应运而生。经典产品含高级蛋糕卷、奶油红豆铜锣烧、生巧克力蛋糕、芝士蛋糕、可丽露等。
Value Line 预包装面包	只在 Lawson Store 100 门店售卖，基本为 100 日元的规格；与山崎和伊东面包等主要面包制造商合作开发产品，性价比较高；经典产品含与山崎共同开发的汤种面包、黄油卷、香肠面包等；SKU 少且单一，甜点寥寥，主要满足早餐或其他餐食需求。

来源：CIB 烘焙技术研究所、中泰证券研究所



- （2）品类品牌：单一品类低复购，通过“一品牌一产品”模式形成心智关联。**正如上文论述，西式糕点单品类复购较低，面临品牌生命周期短的风险，而多品类运营效率不高且难以积累品牌价值。日本创新烘焙集团 BAKE Inc.的“1Brand = 1Product”的商业模式就很值得借鉴。Bake Inc.旗下代表品牌有芝士挞 BAKE CHEESE TART、闪电泡芙 ZAKUZAKU、苹果派 RINGO、黄油夹心曲奇 PRESS BUTTER SAND 和巧克力蛋糕 Chocolaphil 等，一个品牌只做一个品类。简化品项使得营销资源更便于聚焦，且在原料采购与管控、半成品生产配送、设备投资等方面都更有优势，成本下降进而也使得产品定价更具备性价比。同时，品相简化还可减少人事训练的难度，提升门店标准化程度，方便大量复制展店。更重要的是，单品极致化让消费者记住的不是某款商品，而是使得品牌和消费者逐步建立起心智上的连接，进而提升复购和品类生命周期。

**图表 46：BAKE Inc.旗下品牌矩阵**

品牌	品类	特点
BAKE CHEESE TART	芝士挞	2次烘烤，脆口感的曲奇面团融合原创混合奶油芝士的软口感的慕斯，创始之初即为公司招牌品牌，在工作室一体型店铺提供刚烤好的商品。
ZAKUZAKU	泡芙	杏仁饼干口感的泡芙质地和便于边走边吃的细长形状。工作室一体型店铺在刚烤好的泡芙里，以刚装上牛奶蛋糊奶油的状态提供。
RINGO	苹果派	144层组织的松脆馅饼加入的牛奶蛋糊奶油，内陷为应季收获的苹果，工作室一体型店铺提供刚烤好的商品，海外用 RAPL 品牌名
PRESS BUTTER SAND	黄油夹心曲奇	公司第一个礼品品牌，小批量细致的技法工艺制作而成的曲奇夹着使用北海道产新鲜黄油的浓厚黄油奶油和口感光滑的黄油奶糖双层夹心
Chocolaphil	巧克力蛋糕	2种哥伦比亚产芳醇巧克力人工磨粉并加入焦糖，突出可可豆的微苦和脆感，与巧克力蛋糕湿润口感形成对比，蓝色+银色的设计也很有特点

来源：公司官网、中泰证券研究所

### 3.3 冷冻蛋糕：餐饮端应用广泛，零售端接受度提升

- 冷冻蛋糕在日本渗透率较高，渠道覆盖面较广。**根据 CIB 烘焙技术研究所的数据，日本对西式糕点的需求约 4000 亿日元，其中冷冻蛋糕 400 亿日元，占比 10%。从渠道看，冷冻蛋糕在日本渠道覆盖面较广，商超、门店、咖啡店、学校午餐、FF（快餐）、FR（家庭餐厅）、酒店自助餐、小酒馆等等都有应用。自 2020 年受疫情影响，很多品牌开始积极拓展线上渠道，纷纷通过 ins 实现网络宣传，并开通线上售卖渠道。

图表 47: 罗森冷冻卡斯特拉



来源: CIB 烘焙技术研究所、中泰证券研究所

图表 48: Cake.jp 线上发售的“一人食”蛋糕



来源: 公司官网、中泰证券研究所

- B 端: 餐饮酒店渠道应用场景广泛, 强调生产技术, 机械化程度较高。**日本冷冻蛋糕较早从餐饮、酒店、咖啡等 B 端渠道渗透。日本冷冻蛋糕龙头 GO!YO! (五洋食品产业株式会社) 于 1975 年成立, 最初做的是奶酪加工业务, 后随奶酪蛋糕在咖啡店兴起, 于 1980 年开始生产冷冻蛋糕, 目前已是冷冻蛋糕领域里集开发、生产、销售于一体的领军企业, 蛋糕日发货量目前可达 15 万个。根据公司官网, 公司商务用冷冻蛋糕主要面向餐饮产业 (居酒屋、西餐厅等)、批发业、酒店、咖啡店等客户, 主打食安品控、冷链建立、生产稳定以及及时响应。在 GO!YO! 官网, 公司重点强调了其采用的“Best 解冻时制法”, 通过细致的水分调整、食材的配合率和烤制时间等使得蛋糕在长时间冷冻后解冻食用依然美味。公司 2018 年申请了 3700 万日元的补助金进行设备升级, 比如由人工在烤盘中放入烘焙纸的工序升级为机械手臂吸附底面烘焙纸垫入烤盘, 升级后处理时间约 6 秒/个, 即每小时可作业约 600 个。

图表 49: Best 解冻时制法



来源: 公司官网、中泰证券研究所

图表 50: GO!YO! 工厂的机械臂



来源: CIB 烘焙技术研究所、中泰证券研究所

- C 端: 冷冻蛋糕消费习惯持续培育, 市场有所扩容。**日本冷冻蛋糕在 C 端接受程度逐步提高, 除疫情因素外, 日本冷冻蛋糕厂家也进行了大力引导。日本芝士蛋糕专卖店 Mr. CHEESECAKE, 主打冷冻巴斯克蛋糕, 通过创始人田村浩二的大力宣传, 消费者开始关注冷冻、半冷冻、全解冻状态下的芝士蛋糕风味差异, 并成为产品的一大卖点。GO!YO! 官网则以“元气的食物, 元气的未来”为口号, 将其冷冻蛋糕与

“Sweets Stock!” 生活方式形成连接，在其产品的场景分类中甚至出现了用于奖励自己努力做家务和工作的奖励甜点。随着品牌观念的输出，购买冷冻蛋糕犒劳自己的观念也逐渐深入人心。甚至伴随“糖果男孩”的流行，男性因吃甜食而尴尬的趋势也在逐渐消退。冷冻蛋糕在 C 端的接受程度和普及程度逐步提升。

图表 51: Mr. CHEESECAKE 不同解冻风味

	<p><b>冷凍</b></p> <p>冷凍庫から出してすぐ。アイスケーキのような味わい。酸味が引き立ちます。</p>
	<p><b>半解凍 (1~1.5h)</b></p> <p>シェフのおすすめ。中心に残る冷凍の食感と、外側の滑らかなコントラスト。</p>
	<p><b>全解凍</b></p> <p>まるでプリュレのような滑らかさ。甘みと香りを一層感じられる食べ方です。</p>

来源：公司官网、中泰证券研究所

图表 52: GO!YO! 的奖励点心

シーンから探す [シーンから探す](#) > [自分へのご褒美](#)

家事や仕事を頑張ったご褒美に。いつもよりちょっとご褒美感のあるスイーツを。

	<p>普段のおやつ</p>		<p><b>frozen cake 111 一番茶テリーヌ</b></p> <p>丁寧に石臼挽きされた豆製粉の抹茶のみを使用した抹茶のテリーヌ。さわやかで深い抹茶の味わいとホワイトチョコのkokoroが広がります。</p> <p>3,500 円(税込)</p>
	<p>自分へのご褒美</p>		<p><b>frozen cake 111 ガトーショコラ</b></p> <p>フルーティーな香りと酸味を持つペルー産カカオ豆配合のチョコレートを使った、自慢のガトーショコラ。</p> <p>3,700 円(税込)</p>

 お酒と一緒に  
 イベント

来源：公司官网、中泰证券研究所

## 四、投资建议

- **中国烘焙行业长期逻辑顺畅，当下正迎来新的历史机遇。**考虑当前社会进入老龄少子化和单身化、中产分化致消费追求变化以及小麦进口增加等因素影响，我们认为中国烘焙行业正迎来新的历史机遇。对标日本，我们认为中国烘焙行业规模还有翻倍的增长空间。同时，目前中国烘焙行业高度分散，未来许多细分赛道都有望诞生龙头。结合前文梳理，我们认为有以下 3 个值得关注的方向：**(1) 冷冻烘焙渗透率提升，研发生产力强的企业更有望突围，推荐立高食品、千味央厨等；(2) 伴手礼文化发展，老字号更有望建立心智，推荐五芳斋等；(3) 包装化率提升，渠道能力强的企业竞争优势明显，推荐盐津铺子等。**

## 五、风险提示

- **宏观经济波动：**行业受宏观经济影响较大，如果宏观经济下行对行业需求有较大影响。
- **食品安全问题：**食品安全是行业发展的红线，一旦出现食品安全问题，对行业将产生巨大的负面影响。
- **数据统计偏差风险：**报告中各线城市常住人口和可支配收入数据由抽样调查数据计算得到，与实际数据存在一定的偏差。
- **空间测算具有主观性仅供参考：**空间为根据第三方数据收集，与实际数据或存在误差，行业空间测算具备主观性仅供参考。
- **研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险：**本文使用的公开资料均基于历史数据，可能存在一定的滞后或更新不及时。

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。